

审慎推荐-A (维持)

雪浪环境 300385.SZ

当前股价: 12.11 元

2019 年 12 月 31 日

基础数据

上证综指	3050
总股本 (万股)	20822
已上市流通股 (万股)	11750
总市值 (亿元)	25
流通市值 (亿元)	14
每股净资产 (MRQ)	5.8
ROE (TTM)	6.3
资产负债率	57.1%
主要股东	杨建平
主要股东持股比例	39.1%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

朱纯阳

010-57601855

zhucy3@cmschina.com.cn

S1090515060001

张晨

010-57601866

zhangchen2@cmschina.com.cn

S1090513100003

陈东飞

chendongfei@cmschina.com.cn

S1090519070001

过户登记手续已完成, 国资加持, 协同效应有望展开

事件:

公司实际控制人杨建平先生、许惠芬女士及股东无锡惠智投资发展有限公司、杨珂先生和杨婷钰女士于 2019 年 10 月 14 日共同与新苏环保签署了《股份转让协议》, 上述股东拟将其合计持有的雪浪环境 20.67% 股份转让给新苏环保。此后, 上述股东将所持标的股份质押给了新苏环保, 作为本次交易的履约担保。公司近日公告公司实际控制人杨建平先生、许惠芬女士及股东杨珂先生和杨婷钰女士 (自然人股东) 质押给新苏环保的标的股份已解除质押, 且自然人股东与新苏环保的协议转让事项已经在中登公司完成了过户登记手续。

点评:

1、自然人股权转让完成过户, 新苏环保为第二大股东

本次自然人股东协议转让股份过户完成后, 杨建平先生仍为公司第一大股东, 杨建平先生和许惠芬女士仍为公司实际控制人, 公司实际控制人未发生变化。新苏环保持有公司无限售流通股 2948 万股, 占公司总股本的 14.16%, 为公司第二大股东。根据《股份转让协议》的约定, 惠智投资拟将其持有的 1355 万股雪浪环境股份转让给新苏环保, 当前, 深圳证券交易所已就该标的股份的转让出具了合规确认函, 惠智投资及新苏环保将依据协议约定继续推进后续股份转让事宜。

2、国资入驻, 优势互补, 业务协同性强

新苏环保实控人为常州市新北区人民政府, 是以资源再生利用为主业的国有环保企业。公司实力雄厚, 注册资本 10 亿元, 以“投资开发+技术研发”双轮驱动, 针对有机垃圾资源化(生物天然气)、工业废水治理与再生利用、工业污泥资源化等三大核心业务产业进行投资布局; 目前已形成集投资、建设、运营、研发为一体的环保产业链。雪浪环境当前主营业务主要包括烟气净化与灰渣处理业务、以及危险废弃物处置相关业务; 从业务层面而言, 双方优势互补, 协同性强, 双方未来有望发挥协同效应, 实现业务拓展。

3、三季度同比高增, 未来烟气净化+危废有望实现双轮驱动, 保障业绩增长

公司前三季度收入 8.72 亿元, 同增 35.4%, 归母净利润 0.83 亿元, 同增 67.5%。前三季度业绩快速增长和传统烟气净化业务受益下游垃圾焚烧发电项目持续释放以及环保趋严, 行业景气度较高, 以及南京卓越纳入合并范围导致投资收益增加有关。我国十三五规划垃圾焚烧产能 59.1 万吨/日, 近几年项目新增产能有望维持 20% 以上增长, 促进烟气净化行业高景气度持续; 危废方面, 南京卓越已具备 2 万吨/年的焚烧、3 万吨/年的物化和 2.5 万/吨的填埋处置能力, 已开展运营, 公司增资参股的上海长盈已于 2018 年 12 月取得了危废经营许可证, 已开展运营, 未来随着危废项目的产能持续爬坡, 将有效贡献业绩, 实现双轮驱动。

4、盈利预测及投资建议: 预计公司 2019-2021 年业绩为 1.12/1.4/1.67 亿元, 对应 PE 为 22.4/18.0/15 倍, 给予审慎推荐评级。

5、风险提示: 新增订单及实施不达预期, 危废投运不达预期, 大盘系统性风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1463	1745	2302	2537	2855
现金	200	227	579	649	767
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	25	23	28	31	37
应收款项	498	489	553	571	610
其它应收款	22	53	66	78	92
存货	312	439	444	471	494
其他	406	514	632	735	855
非流动资产	731	900	864	833	805
长期股权投资	63	514	514	514	514
固定资产	417	270	243	219	197
无形资产	80	64	57	52	46
其他	171	51	49	48	46
资产总计	2194	2645	3167	3370	3660
流动负债	982	1065	1259	1402	1617
短期借款	362	367	398	360	360
应付账款	274	344	430	512	629
预收账款	301	310	388	457	540
其他	45	44	43	73	88
长期负债	24	334	494	464	434
长期借款	0	19	179	149	119
其他	24	316	316	316	316
负债合计	1006	1399	1753	1866	2051
股本	130	130	208	208	208
资本公积金	591	591	591	591	591
留存收益	384	418	521	627	753
少数股东权益	84	107	94	77	57
归属于母公司所有者权益	1104	1139	1320	1426	1551
负债及权益合计	2194	2645	3167	3370	3660

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	40	118	83	127	169
净利润	60	43	112	140	167
折旧摊销	42	43	37	33	30
财务费用	14	32	40	50	50
投资收益	1	7	(50)	(65)	(70)
营运资金变动	(89)	11	(44)	(14)	12
其它	12	(18)	(12)	(17)	(19)
投资活动现金流	(365)	(473)	50	65	70
资本支出	(61)	(29)	0	0	0
其他投资	(304)	(444)	50	65	70
筹资活动现金流	365	361	219	(122)	(122)
借款变动	167	101	190	(38)	(30)
普通股增加	10	0	78	0	0
资本公积增加	274	0	0	0	0
股利分配	(60)	(9)	(9)	(34)	(42)
其他	(26)	269	(40)	(50)	(50)
现金净增加额	40	5	352	70	117

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	818	960	1200	1416	1670
营业成本	573	723	904	1066	1258
营业税金及附加	9	7	9	11	13
营业费用	25	27	34	40	47
管理费用	90	79	99	116	137
研发费用	0	34	43	51	60
财务费用	15	31	40	50	50
资产减值损失	18	8	6	4	2
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	10	30	50	65	70
营业利润	97	80	115	142	173
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	31	0	0	0
利润总额	97	49	115	142	173
所得税	21	11	16	19	26
净利润	76	38	99	123	147
少数股东损益	16	(5)	(14)	(17)	(20)
归属于母公司净	60	43	112	140	167

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	17%	17%	25%	18%	18%
营业利润	-22%	-18%	45%	23%	22%
净利润	-32%	-28%	160%	24%	20%
获利能力					
毛利率	29.9%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%
净利率	7.4%	4.5%	9.4%	9.9%	10.0%
ROE	5.5%	3.8%	8.5%	9.8%	10.8%
ROIC	5.5%	2.9%	5.8%	7.1%	7.9%
偿债能力					
资产负债率	45.9%	52.9%	55.4%	55.4%	56.0%
净负债比率	16.5%	14.6%	18.2%	16.0%	13.9%
流动比率	1.5	1.6	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.2	1.2	1.5	1.5	1.5
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	2.3	1.9	2.0	2.3	2.6
应收帐款周转率	1.6	1.9	2.2	2.4	2.7
应付帐款周转率	2.1	2.3	2.3	2.3	2.2
每股资料 (元)					
EPS	0.46	0.33	0.54	0.67	0.80
每股经营现金	0.31	0.90	0.40	0.61	0.81
每股净资产	8.49	8.75	6.34	6.85	7.45
每股股利	0.07	0.07	0.16	0.20	0.24
估值比率					
PE	26.1	36.4	22.4	18.0	15.1
PB	1.4	1.4	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	24.4	24.9	19.0	16.2	14.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心执行董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

谢笑妍：美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

宋盈盈：清华大学硕士，2018 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。